

休闲游戏业务快速增长，广告收入将成变现新引擎

买入（首次）

2020年02月05日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

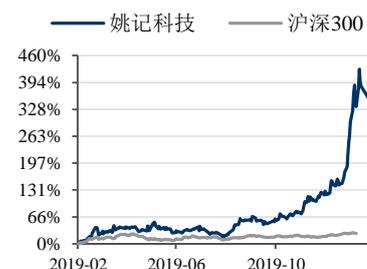
zhanglw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	944	1,703	2,099	2,482
同比（%）	42.4%	80.5%	23.3%	18.2%
归母净利润（百万元）	130	371	596	805
同比（%）	68.8%	186.2%	60.5%	35.2%
每股收益（元/股）	0.32	0.93	1.49	2.02
P/E（倍）	119.78	41.86	26.08	19.30

投资要点

- 增速换挡，游戏业务成为公司业绩增长新动能：**姚记科技过去主要从事各类扑克牌的设计、生产和销售。近年来，面对扑克牌行业的整体下滑，公司积极切入医疗健康、网络游戏等领域，尤其 2018 年以来加大休闲游戏产业布局，两次收购成蹊科技股权，至 2019 年 4 月完全并表，并于 2019 末收购大鱼竞技 51% 股权，成蹊科技业绩高速增长，带动公司业绩重回增长轨道。
- 游戏业务增速亮眼，广告变现方兴未艾：**公司游戏业务增速亮眼，成为公司业绩主要增长引擎。但休闲游戏付费率低，2018 年安卓端付费率仅 2.6%，游戏充值的贡献来自极少数玩家，公司为了提高休闲游戏的变现效率，开始探索广告变现模式。公司于 2020 年 1 月份发布《小美斗地主》，即为广告变现产品，春节期间已荣登 ios 免费榜首位、娱乐场游戏榜单第一名及棋牌游戏榜单第一名，表现超出市场预期。
- 携手互联网巨头，休闲游戏广告进化出新模式。**字节跳动等广告平台通过与《小美斗地主》的后台打通，利用先进的算法，匹配广告素材，将自身承接的广告库存分发至联盟游戏公司的游戏 app 上。广告主按照广告播放情况支付费用，字节跳动再按照协议分成比例（约 20%）支付给姚记科技。当前这种模式下，玩家在游戏过程中主动点击观看视频广告，以此来获得游戏币、装备或者相关赛事资格，因此是一种激励广告。由于是玩家主动选择观看广告，而且广告时长很短，通常在 15-30 秒之间，为了不错过游戏乐趣，玩家通常会观看广告，使得广告触达率相对较高。
- 广告变现模式为休闲游戏开辟更广阔的市场空间。**休闲游戏 2018 年安卓端付费率仅 2.6%，广告模式的出现，相当于对剩余 97.4% 的玩家实现货币化。重度游戏单 DAU 日均营收在 10-15 元之间，休闲游戏广告变现仅以 1/10 的变现效率计算，单 DAU 对应日均收入 1~1.5 元（以每个用户每天观看 20 个广告计，相当于 50~75 元/CPM），则 100 万 DAU 的产品就能贡献年收入 $(1\sim 1.5) \times 100 \times 365 \times 0.2$ (20% 分成比例) = 7300~10950 万元。公司预计后续仍将有更多款广告变现模式的游戏上线，随着公司产品 DAU 的不断增大，有望为姚记科技贡献较大业务增量。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计 2019-2021 年，公司将实现归母净利润 371.18/595.66/805.03 百万元，同比增长 186.2%/60.5%/35.2%，对应 PE 分别为 41.86/26.08/19.30 倍。公司积极转型成果显著，为 A 股休闲游戏龙头企业，原有棋牌、捕鱼类游戏春节期间用户数也都出现大幅增长，业绩有望提升，公司积极探索广告模式，将为业绩贡献显著弹性。我们根据分部估值法计算公司 2020 年对应市值为 205 亿元，对应股价 51.38 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**棋牌类游戏监管政策趋严；广告业务变现不及预期；传统主业超预期下滑；短期股价上涨较多，后期有回落可能；商誉减值风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.90
一年最低/最高价	7.74/41.52
市净率(倍)	10.79
流通 A 股市值(百万元)	10491.05

基础数据

每股净资产(元)	3.60
资产负债率(%)	48.46
总股本(百万股)	399.41
流通 A 股(百万股)	269.69

相关研究

内容目录

1. 公司简介	4
1.1. 股权结构	4
1.2. 公司历史沿革	4
2. 公司业绩概况	5
3. 公司主营业务分析：动能转换——扑克牌业务与休闲游戏的增长接续	6
3.1. 扑克牌业务	6
3.2. “大健康”战略	8
3.3. 游戏业务	9
3.3.1. 成蹊科技	9
3.3.2. 大鱼竞技	11
3.4. 广告业务	11
3.4.1. 什么是广告联盟？	11
3.4.2. 休闲游戏广告联盟的运作方式？	11
3.4.3. 为何这种变现方式最近两年才兴起？	12
3.4.4. 广告变现模式将为行业带来多少增量？	13
3.4.5. 公司如何受益？	13
4. 盈利预测与估值	15
4.1. 收入预测	15
4.1.1. 纸牌业务	15
4.1.2. 游戏业务	15
4.1.3. 广告业务	15
4.2. 基础假设	16
4.3. 盈利预测	16
4.4. 分部估值	16
4.4.1. 扑克牌业务估值	16
4.4.2. 休闲游戏业务估值	16
4.4.3. 广告业务估值	17
4.5. 投资建议	17
5. 风险提示	17

图表目录

图 1: 公司股权结构图	4
图 2: 公司收入利润情况 (亿元)	5
图 3: 姚记科技收入构成 (亿元)	5
图 4: 公司毛利率变化情况	6
图 5: 扑克牌生产成本情况 (元/百副)	7
图 6: 公司扑克牌销售量 (亿副)	7
图 7: 公司扑克牌销售收入 (亿元)	7
图 8: 公司扑克牌库存量变化 (亿副)	7
图 9: 细胞集团公司产品情况介绍	9
图 10: 公司游戏收入变化 (单期数据)	10
图 11: 大鱼竞技业绩变化情况 (百万元)	11
图 12: 字节跳动广告联盟商业模式	12
图 13: 微信广告类型与收费策略 (2018 年)	13
图 14: 《小美斗地主》ios 榜单排名情况	13
表 1: 细胞集团历次融资情况	8
表 2: 成蹊科技 (游戏业务) 业绩贡献情况 (单期数据)	10
表 3: 敏感性分析表 (ARPU 单位为元, DAU 单位为万人, 收入单位为万元)	14
表 4: 基础假设表	16
表 5: 同类公司估值对比	16

1. 公司简介

姚记科技主要从事各类扑克牌的设计、生产和销售，是中国主要的扑克牌生产与销售企业之一。公司是秉持质量优先的经营理念，形成了独有的研发、技术与规模优势；经过多年的品牌积累，公司产品广受市场认可，主打产品“姚记”系列拥有大量用户粉丝群体，是中国文教体育用品协会向社会公布的“中国扑克牌行业知名品牌”的六大品牌之一。近年来，面对扑克牌行业的整体下滑，公司在保证主业、夯实基础的条件下，积极深化改革，主动切入医疗健康、网络游戏等领域，尤其 2018 年以来加大休闲游戏产业布局，带动公司业绩重回增长轨道。2019 年 8 月，公司将文名称由“上海姚记扑克股份有限公司”变更为“上海姚记科技股份有限公司”；中文简称由“姚记扑克”变更为“姚记科技”。

1.1. 股权结构

公司是较为典型的家族企业，由公司创始人姚文琛及其家人实际控制。截至 2019Q3，姚氏家族共持有公司 53.94% 的股份，姚文琛长子姚朔斌任公司董事长兼总经理、次子姚硕榆任副董事长兼副总经理。

图 1：公司股权结构图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 公司历史沿革

姚记科技前身为 1989 年设立的上海人民印刷十厂黄渡分厂。1994 年，黄渡分厂更名为宇琛实业，姚文琛为宇琛实业唯一实际投资人。1996 年，宇琛实业改制为宇琛有限。公司经过多次增资与股权转让（2000 年 6 月增资、2002 年 5 月增资及股权转让、2006 年股权转让），于 2008 年 5 月，宇琛有限整体变更为上海姚记扑克股份有限公司。2011 年，公司成功于深交所上市。此后公司加大了主业整合步伐，于 2016 年以 3.55 亿元收购了扑克牌领域主要竞争对手万盛达扑克公司 87.55% 的股权，进一步做强主业。并且

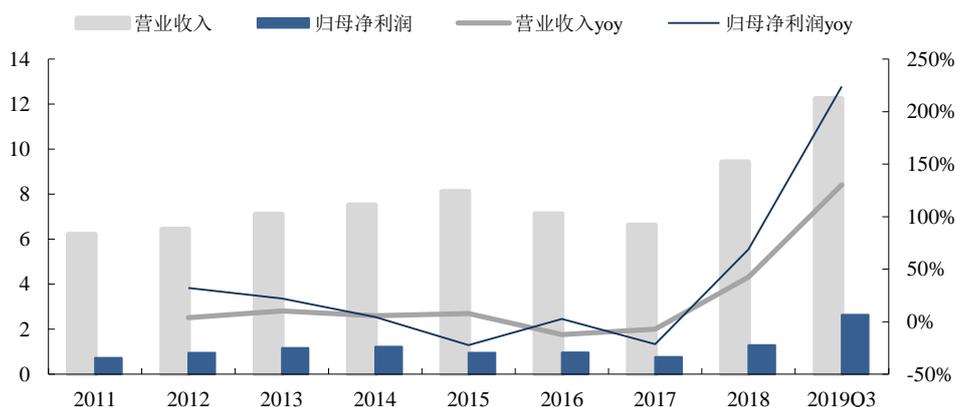
在 2014、2016 和 2017 年三次增资上海细胞治疗工程技术研究中心集团有限公司（简称细胞集团），持有 19.92% 的股权，布局“大健康”领域。后细胞集团再次融资，目前姚记科技持有 14.2% 的股权。

公司在“大健康”领域的探索可谓浅尝辄止，主要的投资就是持股公司细胞集团，但公司在休闲游戏领域斥巨资布局，休闲游戏业务已经成为公司的业绩支柱。公司 2018 年进入游戏产业，当时出资 6.68 亿元成功收购了成蹊科技 53.45% 股权，同时公司控股子公司万盛达扑克出资 1.19 亿元成功收购了大鱼竞技 25% 股权，布局游戏产业。2019 年 4 月，公司以 6.68 亿元收购成蹊科技剩余全部股权，并在年底再次收购了大鱼竞技 26% 的股权，使其成为公司的子公司。

2. 公司业绩概况

公司在 2015 年，营收与毛利达到了顶峰。随后两年，公司的扑克牌业务下滑，营收与毛利均出现负增长。2018 年 4 月，随着成蹊科技并表，公司的营收与利润均呈现快速式增长。

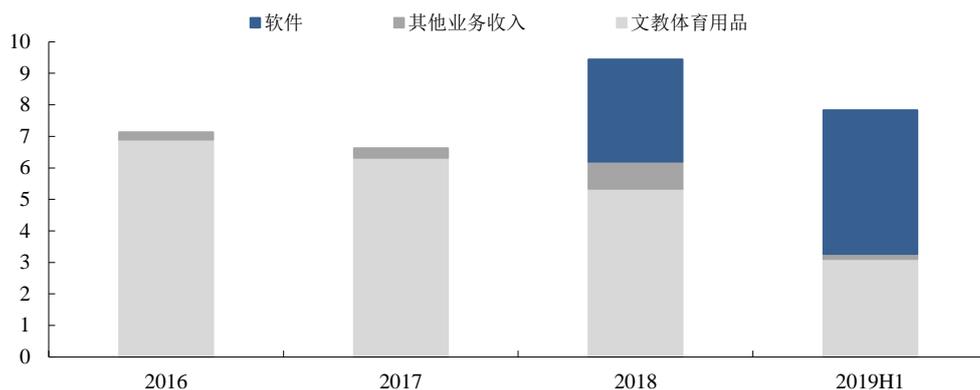
图 2：公司收入利润情况（亿元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司传统核心业务为扑克牌生产与销售业务，该部分业务贡献收入长期占公司总收入的 95% 以上。2018 年 4 月起，公司并购的游戏企业成蹊科技并表后，游戏板块收入占比迅速提高，并于 2019 年上半年贡献公司 58% 的营收。

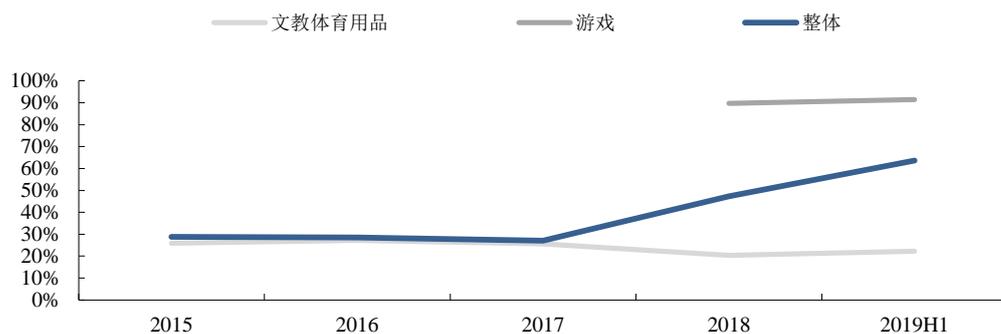
图 3：姚记科技收入构成（亿元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

从毛利率情况来看，公司扑克牌业务毛利率近年来呈现下滑态势，而游戏业务毛利率显著高于扑克牌业务。随着游戏业务营收占比的不断提高，公司整体毛利率也随之上升。

图 4：公司毛利率变化情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

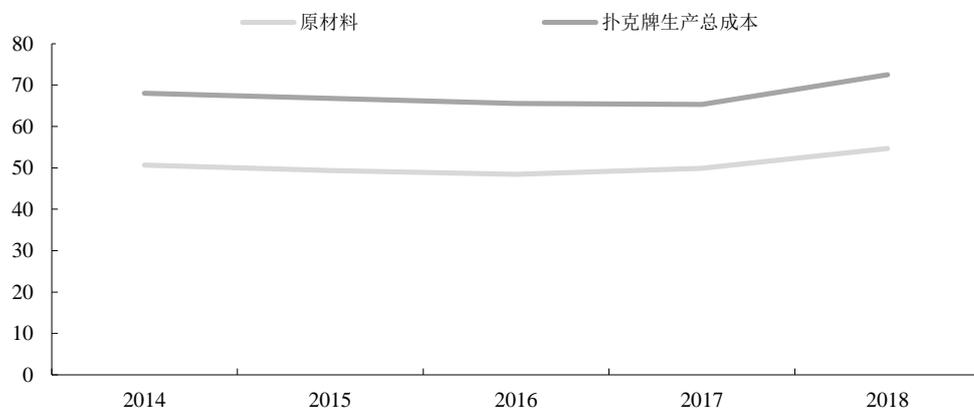
3. 公司主营业务分析：动能转换——扑克牌业务与休闲游戏的持续增长接续

3.1. 扑克牌业务

扑克牌业务是公司传统的主营业务。公司是国内扑克牌产业的龙头企业。技术与规模方面，公司是目前国内唯一实现全自动化生产线的扑克牌生产企业，工艺技术优势明显。公司不断进行生产车间技术改造和设备升级，生产效率稳步提高的同时更符合环保的要求，规模优势继续领先。公司在 2016 年并购另一家知名扑克牌生产与销售企业——浙江万盛达扑克有限公司，年产能达到 10 亿副，市场份额进一步扩大。

纸张是公司扑克牌业务的最主要成本，占总成本的比重达 75%，因此纸价的变动对扑克牌成本的影响非常显著。公司近年来扑克牌生产成本稳中有降的态势，在于规模化生产效率提高，但 2018 年成本出现显著上升，主要是由于上游纸张价格上涨所致。

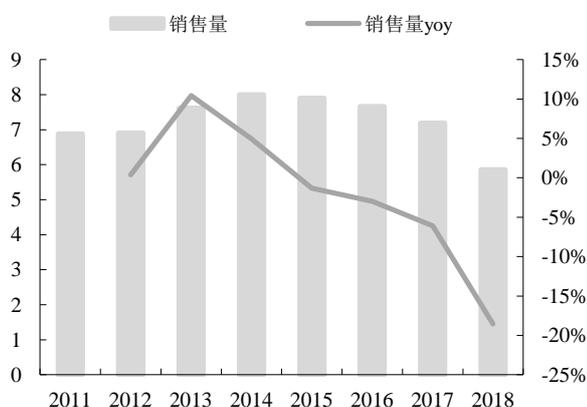
图 5：扑克牌生产成本情况（元/百副）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

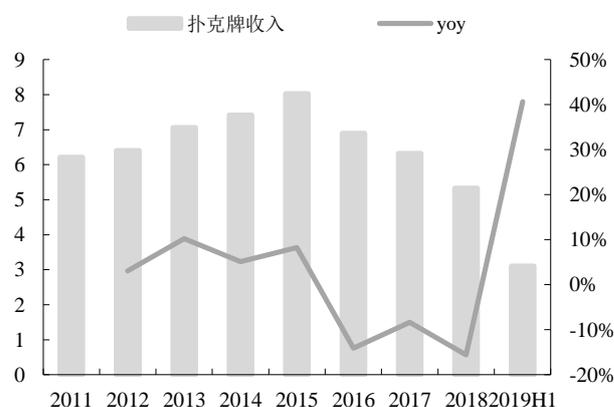
近年来，大众娱乐方式呈现多样化趋势，移动游戏发展迅速，给传统扑克牌行业带来较大的冲击，传统扑克牌业务呈现逐年下降的趋势。2019 年上半年的收入同比上升，在于渠道库存的消化。

图 6：公司扑克牌销售量（亿副）



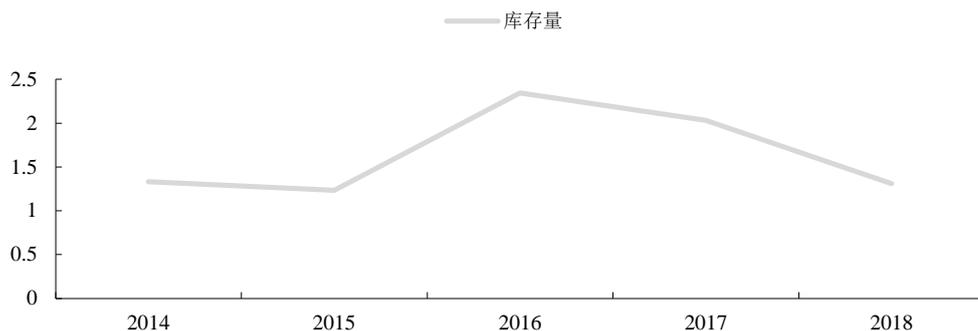
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：公司扑克牌销售收入（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：公司扑克牌库存量变化（亿副）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司意识到传统主业的下滑不可避免，因此已经开始在“大健康”和“大娱乐”领域进行探索，在“大健康”领域投资了细胞集团，但在“大娱乐”领域布局的休闲游戏已经成为公司的主要收入和利润来源。

3.2. “大健康”战略

公司在大健康领域最重要的布局是对上海细胞治疗集团有限公司（以下简称为“细胞集团公司”）的投资。目前公司持有细胞集团公司 14.21% 的股份，为公司的第二大股东，公司第一大股东为联想旗下的君联资本，持股 15.50%（数据来源：企查查）。细胞集团公司成立于 2013 年 11 月，公司发展迅速，目前已经进行了 5 轮融资，详细融资情况如下：

表 1：细胞集团历次融资情况

融资时间	融资轮次	融资方	融资金额
2014 年 1 月	A 轮	姚记科技	1.3 亿
2014 年 3 月	天使轮	白泽生物科技、上海吴孟超医学科技	未知
2016 年 4 月	B 轮	君联资本、姚记科技	1.85 亿
2018 年 6 月	战略投资	火山石资本	未知
2018 年 12 月	C 轮	安亭实业、太平洋保险、海尔资本、君联资本、兴业国信	9.25 亿

数据来源：企查查，公司公告，上海细胞集团官网，东吴证券研究所

细胞集团公司主要关注肿瘤治疗方法中的细胞疗法，尤其是 CAR-T。据弗若斯特沙利文报告，全球癌症免疫治疗市场规模将从 2018 年的 206 亿美元达到 2023 年的 755 亿美元，中国将从人民币 19 亿元达到人民币 824 亿元；其中中国的细胞免疫治疗市场规模预计将在 2021 年至 2023 年由人民币 13 亿元升至人民币 102 亿元，随着更多细胞免疫治疗产

品获批, 2030 年将达人民币 584 亿元, 即 2021 年至 2030 年的复合年增长率高达近 53% (数据来源: 永泰生物招股说明书)。2017 年是细胞治疗免疫元年, 诺华制药和凯特制药的两款 CAR-T 产品获得美国 FDA 批准上市。据永泰生物招股说明书显示, 截至 2019 年 8 月, 我国共有十种细胞免疫治疗产品处于临床, 其中三款产品处于临床 II 期, 尚未有上市或提交 NDA 的细胞免疫治疗产品。

细胞集团公司在该领域相关研究与临床应用方面拥有雄厚的实力。公司现有 6 款自主研发产品。公司已申请 176 项细胞治疗相关专利, 其中专利授权 27 个 (含 2 个美国专利); 35 项免疫细胞治疗技术获得临床伦理批件, 20 项通过国际临床试验机构 (NCT) 注册; 公司在上海东方肝胆外科医院、复旦大学附属华山医院、中国医学院科学院血液病医院等多家知名医院开展临床研究合作项目。公司下设诺将科创中心与上海细胞治疗研究院。诺将科创中心由吴孟超院士为科创中心理事长、1993 年诺贝尔化学奖得主 Kary Banks Mullis 教授为科创中心共同主席; 上海细胞治疗研究院由细胞集团公司发起, 复旦大学、上海交通大学、同济大学、第二军医大学、中国科学院上海生命科学研究院等单位的细胞治疗领域优势团队与知名专家联合成立。研究院是一个细胞治疗领域的“产、学、研、医”合作平台, 围绕细胞治疗领域的基础、应用及临床转化问题, 开展多角度、深层次的系统研究。

细胞集团公司在前景光明的细胞治疗领域实力强劲、成果丰硕。而姚记科技在细胞集团公司早期就积极进行投资, 未来可能获得丰厚的投资回报。

图 9: 细胞集团公司产品情况介绍

类别	项目编号	技术	靶点	临床前研究	IND申报	临床试验批准	新药获批上市
血液肿瘤	BZG2017001	CAR-T	CD19	获得IND批件			非霍奇金淋巴瘤
血液肿瘤	BZG2018001	Anti-PD1-CAR-T	CD19				非霍奇金淋巴瘤
实体肿瘤	BZG2018002	Anti-PD1-CAR-T	MESO				胰腺癌
实体肿瘤	BZG2018003	Anti-PD1-CAR-T	EGFR				EGFR阳性恶性肿瘤
实体肿瘤	BZG2018004	Anti-PD1-CAR-T	MUC1				MUC1阳性恶性肿瘤
实体肿瘤	BZG2018005	Anti-PD1-CAR-T	EGFR泛抗原				恶性脑胶质瘤

数据来源: 细胞集团官网, 东吴证券研究所

3.3. 游戏业务

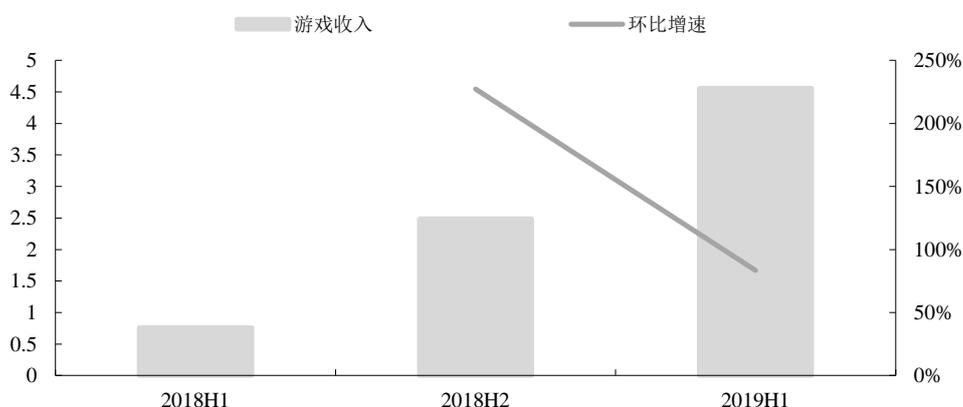
公司自 2018 年起, 将转型的战略重点转向“大娱乐”战略, 开始涉足移动游戏产业, 先后收购成蹊科技、大鱼竞技, 游戏业务成为公司营收与利润重要的新增长点。

3.3.1. 成蹊科技

成蹊科技成立于 2013 年，主要从事手机休闲游戏的研发、发行和运营，专注于捕鱼游戏、棋牌游戏等领域，旗下主要运营平台“鱼丸游戏”业绩增长迅速，盈利能力出色，平台内的游戏产品有着持续稳定的流水表现，平台最火的三款游戏分别是疯狂捕鱼、深海捕鱼、街机捕鱼，均为捕鱼类的休闲游戏。同时成蹊科技加大研发力度，组建多个游戏项目组，提升和优化各业务产品线，以进一步拓展公司移动游戏领域的产品线，增强公司持续盈利能力。

成蹊科技自 2018 年 4 月起开始并表，依托线下姚记扑克牌面对实际消费者带来的庞大流量入口，向互联网线上转化，成蹊科技运营情况出色，收入逐季快速增长。

图 10：公司游戏收入变化（单期数据）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司并购成蹊科技时，双方签订的业绩承诺额：2018-2021 年，分别为 1 亿元、1.2 亿元、1.4 亿元、1.6 亿元。2018 年，成蹊科技实现扣非净利润 1.74 亿元，完成率 174.0%；2019 年上半年，成蹊科技实现扣非归母净利润 1.87 亿元，仅用半年就超额完成全年的业绩承诺，完成率达 155.8%。游戏业务表现出色，姚记科技也在此方面进一步加大投入。在 2018 年，公司终止“年产 2 亿副扑克牌扩建项目”，集中结余资金与其他项目募投资金，用以支付收购成蹊科技的款项，有效地盘活了资金，并提高了募集资金的使用率；2019 年上半年，公司进一步收购成蹊科技剩余全部股权（之前为 53.45%），并于年底收购大鱼竞技 26% 的股权，进一步加大在游戏领域的投入。

表 2：成蹊科技（游戏业务）业绩贡献情况（单期数据）

单位：亿元	2018H1	2018H2	2019H1
扣非净利润	0.89	0.85	1.87
归母净利润贡献	0.21	0.48	1.22
归母净利润的占比	49.48%	55.47%	86.60%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

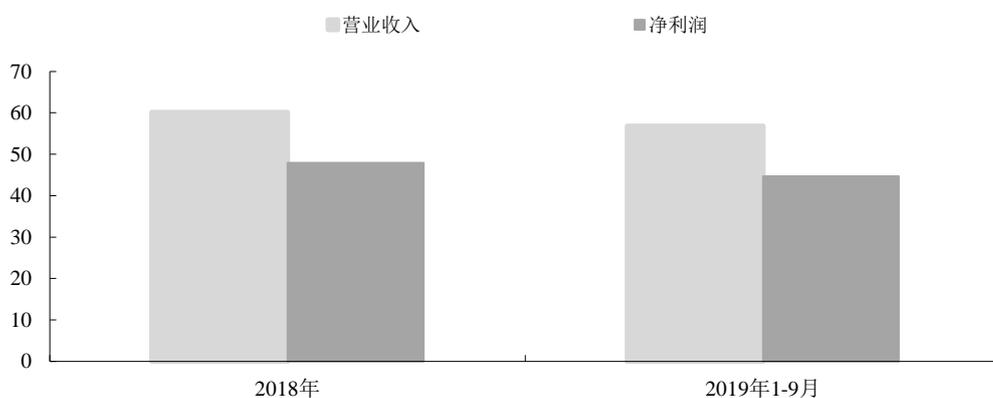
成蹊科技推出的游戏《小美斗地主》，属棋牌类游戏。姚记科技连续多年在全国多地举办“姚记扑克大赛”，姚记扑克是全国知名扑克品牌，这些特点使得公司在开发和运营棋牌类游戏上有独到的优势。

3.3.2. 大鱼竞技

公司两次收购大鱼竞技股权，于 2019 年末持有公司 51% 股份，实现并表，收入和利润将于 2020 年体现。

大鱼竞技成立于 2016 年，主要从事海外在线休闲竞技游戏开发、运营及推广，其主要运营的游戏产品为《Bingo Party》《Bingo Journey》(原名《Bingo Scapes》)，在包括 App Store、Facebook 和 Google play 等平台运营。大鱼竞技近年来业绩增长迅速，2019 年前三季度的收入为 5,678 万元，完成了 2018 年全年收入的 94.46%。2019 年前三季度的净利润为 4,472 万元，已经完成了 2018 年全年净利润的 93.25%。(根据拟收购协议中条款的业绩对赌条款，大鱼竞技应于 2019 年、2020 年和 2021 年实现的净利润分别不低于人民币 5,850 万元、人民币 7,000 万元和人民币 8,000 万元。2019 年前三季度，大鱼竞技共完成当年业绩承诺的 76.4%)。

图 11：大鱼竞技业绩变化情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.4. 广告业务

广告业务是 2020 年以来，公司休闲游戏发展出来的新型变现模式。主要是以广告联盟的形式进行变现。有望为公司持续的业绩增长做出较大贡献。

3.4.1. 什么是广告联盟？

广告联盟主要指大型互联网平台(如抖音、广点通)通过集合中小网络媒体资源(如小型休闲游戏、小型网站)组成联盟，通过联盟平台帮助广告主实现广告投放，并进行广告投放数据监测统计，广告主则按照网络广告的实际效果向联盟支付广告费用的网络广告组织投放形式。通过这种方式，大大扩展了平台方的能力输出范围。

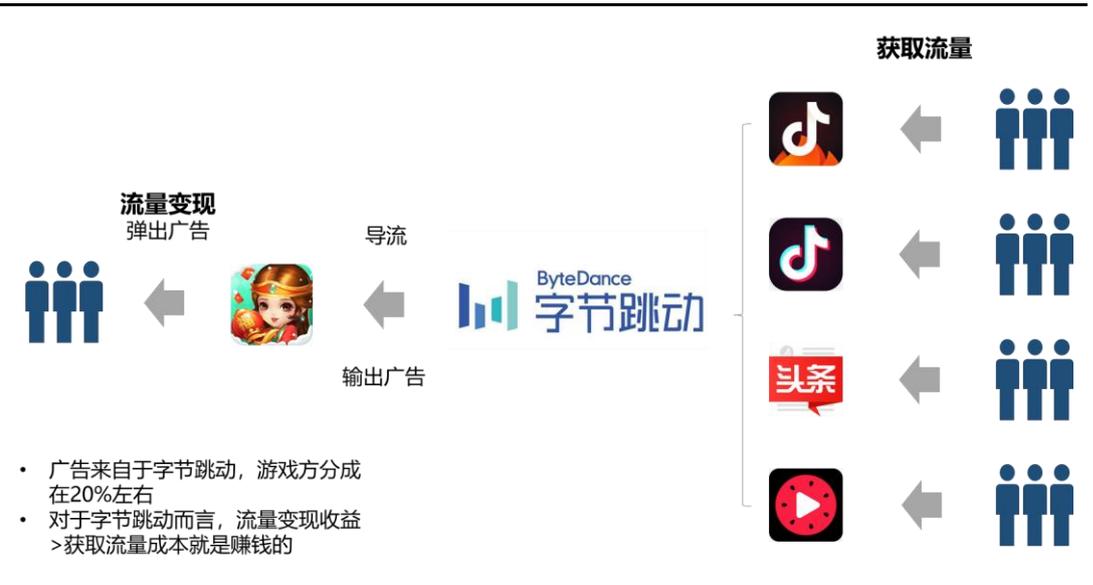
3.4.2. 休闲游戏广告联盟的运作方式？

当前兴起的休闲游戏广告联盟模式大不同于以往的休闲游戏广告投放，过去只是在

游戏界面上开拓出一块展示位，来投放贴片广告。而当前这种新型的模式下，玩家在游戏过程中可以通过点击观看视频广告的方式来获得游戏币、装备或者相关赛事资格，因此是一种激励广告。字节跳动等广告平台通过与休闲游戏的后台打通，利用字节跳动的精准算法，匹配广告素材，将自身承接的广告库存分发至联盟游戏公司的游戏 app 上。广告主按照广告播放情况支付费用，字节跳动再按照商议好的分成（通常为 10%-20%）支付给休闲游戏厂商。

此外，字节跳动除了输出广告外，还通过自有平台体系，帮助休闲游戏买量，借助精准的算法和出色的轻游戏运营生态，能低成本获取大量的用户。

图 12：字节跳动广告联盟商业模式



数据来源：专家调研，东吴证券研究所整理

由于是玩家主动选择观看广告，而且广告时长很短，通常在 15-30 秒之间，为了不错过游戏乐趣，玩家通常会观看广告，使得广告触达率相对较高。包括《消灭病毒》、《弓箭手大作战》、《跳舞的线》，以及 2020 年 1 月初正式上线的《小美斗地主》（姚记科技出品）都采取了广告联盟的变现方式。《小美斗地主》就是在头条系的出色导流下登录 ios 游戏免费榜首位（卡牌游戏和娱乐城游戏也是排名首位），表现超市场预期。

3.4.3. 为何这种变现方式最近两年才兴起？

当前休闲游戏通过广告变现的契机来自广告单价和库存规模的大规模提升。过去休闲游戏上主要是贴片广告，贴片广告的广告单价低、转化效果差，由于广告位有限导致广告库存量小，无法为休闲游戏公司产生较大营收，就不能成为主要的盈利模式，更多的是游戏币变现的一种补充。而当前广告之所以可以成为休闲游戏主要的变现手段，原因在于，一方面视频广告的广告单价要远高于贴片广告，叠加头条系精准的算法匹配，能为单广告收取更高的广告费用；另一方面，当前的广告形式直接打破了原来贴片广告的库存限制，广告展示次数与玩家游戏的意愿正相关。当前的广告变现在量和价两个层面都实现了突破，因此才能成为休闲游戏新的盈利武器。

3.4.4. 广告变现模式将为行业带来多少增量？

根据 wind 数据，休闲游戏 2018 年安卓端付费率仅 2.6%，游戏充值的贡献来自极少数玩家，而广告联盟变现模式的出现，相当于对剩余 97.4% 的玩家实现货币化。

当前，重度游戏单 DAU 日均营收在 10-15 元之间，休闲游戏广告变现仅以 1/10 的变现效率计算，单 DAU 对应日均收入约 1~1.5 元，以单 DAU 日观看 20 个广告计算(10~15 盘斗地主可贡献的量)，相当于 50~75 元/CPM，对标微信朋友圈，广告价格属于较为合理的范畴。

图 13：微信广告类型与收费策略（2018 年）

微信广告	广告形态	购买方式	收费方式	核心城市	重点城市	普通城市
朋友圈	图文广告	排期购买	CPM	150	100	50
		竞价购买	CPM	100~300	60~200	30~200
	视频广告	排期购买	CPM	180	120	60
		竞价购买	CPM	100~300	60~200	30~200
公众号	底部广告	排期购买	CPC	自由竞价，最低为0.5/次点击		
		竞价购买	CPM	35	30	25
	视频贴片广告	排期购买	CPM	自由竞价，最低为10元/CPM		
		竞价购买	CPM	25	20	15
	互选广告	广告推荐	按文章收费	自主决定		
	文中广告	竞价购买	CPC	自由竞价，最低为10元/CPM		

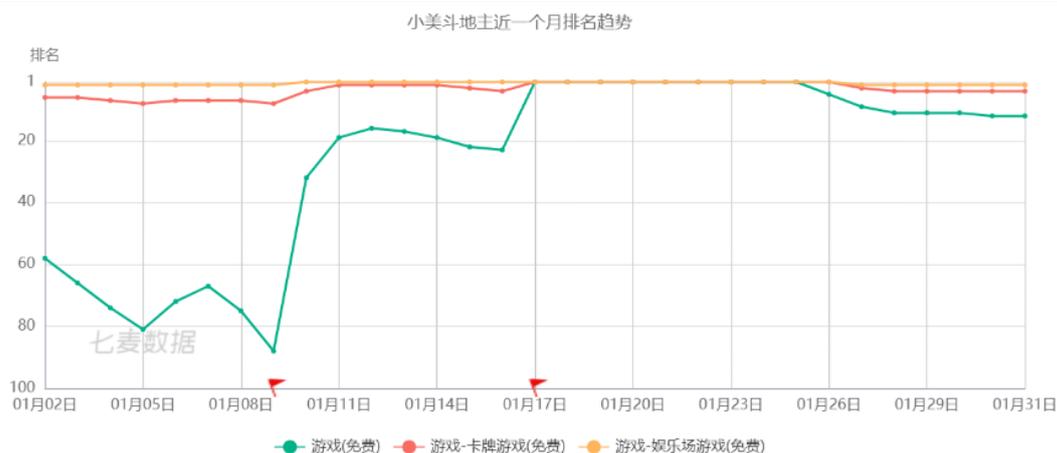
数据来源：微信广告助手，东吴证券研究所

根据伽马数据&AppLovin 报告，2018 年国内休闲游戏市场规模 86.7 亿元，用户 4.01 亿人，按照 1/4 的 DAU 计算，将新增营收 $1 * (1 \sim 1.5) * 365 * 0.2$ (20%分成) = 73~109.5 亿，将为原有市场扩展一倍以上的市场空间。当前抖音平台尚处于商业化早期，货币化率预计将继续提高，单 DAU 日均贡献营收将继续上涨。

3.4.5. 公司如何受益？

作为 A 股休闲游戏龙头公司，姚记科技的《小美斗地主》(成蹊科技出品)于 1 月初正式上线，春节前夕已经位居 ios 游戏免费榜第 1 名，娱乐场游戏榜第 1 名，卡牌游戏榜第 1 名，截止 2020 年 1 月 31 日，位居游戏免费榜第 12 位，卡牌游戏第 4 位，娱乐场游戏第 2 位，游戏日 DAU 预计已超过 100 万。

图 14：《小美斗地主》ios 榜单排名情况



注：1月11日之前为测试数据，11日正式上线

数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

此外，公司当前仍有多款广告变现模式的游戏正在研发中，后续将逐步上线，预计将形成日活庞大的产品矩阵。我们以单 DAU 日均贡献 1 元广告收入进行保守估计，来对公司业绩产生的影响进行敏感性测算：

以 100 万日均 DAU 记，则广告收入为 $1*100*365*0.2$ (分成比例 20%)=7300 万元；

200 万 DAU 则对应着 $1*200*365*0.2=14600$ 万元；

500 万 DAU 对应 $1*500*365*0.2=36500$ 万元。

但当前抖音平台用户依然在快速增长(2018 年底 2.5 亿 DAU, 2019 年底 4 亿 DAU, 同比增长 60%)，商业化相对于头条系其他产品尚处早期，DAU 日均收入依然有上涨空间，因此上述计算方式仍较为保守。以 1.5 元日均 DAU 贡献计算：

则 100 万 DAU 贡献广告收入 $1.5*100*365*0.2=10950$ 万元；

200 万 DAU 贡献广告收入 $1.5*200*365*0.2=21900$ 万元；

500 万 DAU 贡献广告收入 $1.5*500*365*0.2=54750$ 万元。

我们将上述计算过程列入敏感性分析表，下表中横轴为日均 DAU 收入水平，在 1~2 元之间，纵轴为 DAU 规模，在 100~500 万之间，可以看到不同 DAU 和 ARPU 值下，公司收入变化情况。可以看到，广告模式将为公司贡献非常显著的业绩增量。

表 3：敏感性分析表（ARPU 单位为元，DAU 单位为万人，收入单位为万元）

DAU/ARPU	1	1.2	1.5	1.8	2
100	7300	8760	10950	13140	14600
200	14600	17520	21900	26280	29200
300	21900	26280	32850	39420	43800
400	29200	35040	43800	52560	58400

500	36500	43800	54750	65700	73000
-----	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：东吴证券研究所整理

4. 盈利预测与估值

4.1. 收入预测

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 1703/2099/2482 百万元，同比增长 80.5%/23.3%/18.2%。具体拆分如下：

4.1.1. 纸牌业务

公司纸牌业务去库存效果显著，拉动公司 2019 年营收增长，但纸牌受棋牌游戏影响，长期处于下滑通道，我们预计公司 2019-2021 年收入为 613.15/613.15/582.5 百万元，分别同比增长 15%/0%/-5%。

4.1.2. 游戏业务

公司 2018 年 4 月份收购成蹊科技 53.45% 的股权，2019 年 4 月收购公司剩余股权，所以公司收入自 2018 年 4 月起全额并表，但归母净利润 2019 年 4 月才完全并表。公司自并入成蹊科技后，营收大幅增长，受春节期间疫情影响，原有棋牌、捕鱼类游戏用户数也都出现大幅增长，业绩有望显著提升。我们预计公司游戏收入 2019-2021 年为 1000/1250/1525 百万元，分别同比增长 131.88%/25.00%/22.00%；

大鱼科技于 2019 年底并表，2020 年才开始贡献收入和利润，根据公司披露和业绩承诺情况，我们预计公司收入 2019-2021 年分别为 76/95/114 百万元，同比增长 26.43%/25.00%/20.00%；

公司 2019-2021 年游戏业务收入为 1000/1345/1639 百万元，同比增长 208.34%/34.5%/21.86%。

4.1.3. 广告业务

广告业务收入我们已在前文进行了敏感性测算，在此选择保守的数据对公司 2020 和 2021 年收入进行预测。

公司 2020 年起开始进行广告模式变现，2020 年春节期间公司 DAU 预计超 100 万，平日 DAU 会低于该数值，我们保守以 70 万平均 DAU 计算，同时选择较低的日 DAU 贡献收入 1 元来测算，则收入为 $1*70*365*0.2=5110$ 万元；公司接下来会相继推出更多广告变现产品，按照 2021 年日均 DAU 为 200 万，同时广告价格提升 10% 计算，则产生收入为 $1*(1+10%)*200*365*0.2=16060$ 万元。则 2020 和 2021 年收入分别为 51.1/160.6 百万元。

4.2. 基础假设

基础假设表如下：

表 4：基础假设表

	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	47.31%	54.68%	57.01%	59.47%
营业税金及附加	1.92%	1.47%	1.62%	1.68%
销售费用率	9.94%	15.00%	13.00%	12.00%
管理费用率	6.77%	12.00%	10.00%	10.00%
应收账款周转率	11.43	15.00	15.00	15.00
预付账款周转天数	80.30	80.30	80.30	80.30
存货周转率	2.45	4.30	4.70	4.90
应付账款周转率	12.42	12.42	13.00	12.00
预收账款周转天数	32.46	32.46	35.00	30.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3. 盈利预测

根据我们以上对收入成本和费用的分析预测，我们预计 2019-2021 年，公司将实现归母净利润 371.18/595.66/805.03 百万元，同比增长 186.2%/60.5%/35.2%，对应 PE 分别为 41.86/26.08/19.30 倍。

4.4. 分部估值

公司扑克牌、游戏和广告业务分别对应不同的估值水平，我们采用分部估值方法估算公司市值。由于公司广告变现模式 2021 年才能真正产生较大业绩增量，支撑公司业务高速发展，我们以 2021 年的业绩情况对公司进行分部估值。根据上述业绩预测，2021 年扑克牌、游戏和广告业务归母净利润分别为 58、632.4 和 114.63 百万元。

4.4.1. 扑克牌业务估值

由于姚记科技为唯一的扑克牌上市公司，我们难以找到对标公司的估值水平，而且扑克牌业务体量较小，对整体估值的影响不大，扑克牌具有消费品属性，当前业务发展平稳，我们保守给予 15 倍估值，则扑克牌业务估值约 9 亿元。

4.4.2. 休闲游戏业务估值

休闲游戏、尤其棋牌类游戏，资本支出少、易于维护、用户群体庞大、社交属性强，当前重度游戏公司估值水平普遍在 25-30 倍之间，我们以 25 倍估算姚记科技的游戏业务，对应市值 158 亿元。

表 5：同类公司估值对比

	EPS			PE		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
三七互娱	1.01	1.2	1.38	32.87	27.67	24.06
游族网络	1.36	1.62	1.9	20.10	16.88	14.39
完美世界	1.64	1.9	2.1	30.43	26.27	23.77
吉比特	12.53	14.65	16.93	29.62	25.34	21.92
姚记科技	0.93	1.49	2.02	41.86	26.08	19.30

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4.4.3. 广告业务估值

广告业务属于公司的新兴业务，正处于高速发展期，给予 50 倍估值对应市值 58 亿元。

综上，根据分部估值法，计算公司市值为 225 亿元，取 10% 的贴现率进行折现，则对应 2020 年公司合理市值为 205 亿元，对应股价 51.38 元/股。

4.5. 投资建议

公司积极转型成果显著，休闲游戏业务高速增长，运营能力强，为 A 股休闲游戏龙头企业，原有棋牌、捕鱼类游戏春节期间用户数也都出现大幅增长，业绩有望显著提升，公司积极探索广告变现模式，有望为公司业绩贡献显著弹性。根据分部估值法，计算公司合理市值为 205 亿元，对应股价 51.38 元，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1、棋牌类游戏监管政策趋严。棋牌类游戏因容易涉及赌博性质，受政策管制较多，监管政策的变化有可能对公司棋牌类业务造成负面影响；
- 2、广告业务变现不及预期。广告变现模式为公司接下来主要看点，若变现效果不及预期，则会对股价造成较大影响；
- 3、传统主业超预期下滑。扑克牌业务受网络棋牌游戏冲击而处于衰退区间，若棋牌游戏的下滑超出市场预期，则可能对公司业绩增长产生较为显著的不利影响；
- 4、短期股价上涨较多，后期有回落可能。公司业绩持续增长，但短期股价已大幅上涨，股票市场波动频繁，请注意短期回调的可能；
- 5、商誉减值风险。截止 2019 年 Q3，公司商誉规模 7.94 亿元，占总资产的比重达 27.79%，一旦收购公司业绩不达预期，就会面临商誉减值的风险，从而对业绩造成较大波动。

姚记科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	638	1,117	1,189	1,745	营业收入	944	1,703	2,099	2,482
现金	271	621	625	1,045	减:营业成本	497	772	902	1,006
应收账款	102	125	155	176	营业税金及附加	18	25	34	42
存货	176	183	201	210	营业费用	94	255	273	298
其他流动资产	89	188	209	314	管理费用	64	204	210	248
非流动资产	2,025	2,585	2,837	3,205	财务费用	10	7	-5	-24
长期股权投资	435	457	477	517	资产减值损失	5	0	0	0
固定资产	379	426	496	596	加:投资净收益	-6	-1	-3	-4
在建工程	44	96	116	132	其他收益	0	0	0	0
无形资产	295	327	371	382	营业利润	222	461	710	942
其他非流动资产	872	1,279	1,378	1,578	加:营业外净收支	-0	2	3	1
资产总计	2,663	3,702	4,027	4,950	利润总额	222	464	713	943
流动负债	779	1,010	764	911	减:所得税费用	29	56	86	113
短期借款	386	386	0	0	少数股东损益	63	37	31	25
应付账款	62	63	76	92	归属母公司净利润	130	371	596	805
其他流动负债	332	562	688	819	EBIT	243	484	721	937
非流动负债	0	438	412	386	EBITDA	289	543	796	1,032
长期借款	0	104	78	52					
其他非流动负债	0	334	334	334	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	779	1,449	1,176	1,297	每股收益(元)	0.32	0.93	1.49	2.02
少数股东权益	85	122	153	178	每股净资产(元)	4.50	5.34	6.75	8.70
归属母公司股东权益	1,798	2,132	2,697	3,475	发行在外股份(百万股)	398	399	399	399
负债和股东权益	2,663	3,702	4,027	4,950	ROIC(%)	9.7%	14.3%	20.2%	21.2%
					ROE(%)	10.2%	18.1%	22.0%	22.7%
					毛利率(%)	47.3%	54.7%	57.0%	59.5%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	13.7%	21.8%	28.4%	32.4%
经营活动现金流	244	552	771	916	资产负债率(%)	29.3%	39.1%	29.2%	26.2%
投资活动现金流	-427	-620	-330	-467	收入增长率(%)	42.4%	80.5%	23.3%	18.2%
筹资活动现金流	189	419	-437	-29	净利润增长率(%)	68.8%	186.2%	60.5%	35.2%
现金净增加额	6	350	4	420	P/E	119.78	41.86	26.08	19.30
折旧和摊销	46	59	75	95	P/B	8.64	7.29	5.76	4.47
资本开支	74	203	133	128	EV/EBITDA	54.51	29.24	19.49	14.62
营运资本变动	-1	76	71	12					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

